

上市公司重大资产重组的虚假陈述问题

作者：刘冬 | 邓晓明¹

2022年，《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》（“新《虚假陈述司法解释》”）终于颁布实施。在旧司法解释颁布近20年后，这一在注册制背景下的全面修订可谓万众期待。诸多专业人士在短时间内的全面解读也从侧面证明了其影响力。

不过，顶层设计下定决心全面取消虚假陈述民事纠纷“前置程序”，仅仅是打响了有关争议解决与司法实践正常化的“发令枪”，一切才刚刚开始。因此相比规则本身，我们更希望立足对制度背景的深刻理解，结合对证券业务的全面了解和过往司法实践的系统认识，基于处理相关案件的第一手经验与感受，对新《虚假陈述司法解释》明确规定、涉及乃至尚未触及的证券虚假陈述现实问题进行深入解读。有鉴于此，我们将以相对稳定的节奏，就：

新《虚假陈述司法解释》修订的根本逻辑及其法律表现；

对债券虚假陈述争议解决的影响；

新制度亮点及其体系关系；

中介机构责任问题；

重大资产重组业务的虚假陈述问题；

独立董事的法律责任及免责抗辩；

连带责任人间的责任分担与追偿等问题进行系列研究，具体主题名称以实际发出为准。

重大资产重组是上市公司最重要的资本市场活动之一，涉及交易当事双方、证券服务机构、二级市场投资者等多方主体，受专门的监管规则调整，自成一体。近两年，因重大资产重组引发的上市公司虚假陈述纠纷逐渐增多，但对相关法律问题的系统梳理基本空白。最高法院新《虚假陈述司法解释》更只有第21条对交易相对方的虚假陈述责任进行了原则规定，可谓冰山一角。因此，本文从重大资产重组的业务类型与法律特征入手，结合司法实践案例，针对上市公司及其交易相对方，以及以独立财务顾问为代表的证券服务机构的虚假陈述责任进行了系统分析。

¹ 实习生吕梓睿对本文的写作亦有贡献。

一、上市公司重大资产重组的主要业务类型与法律特征

“上市公司重大资产重组”是由特定监管规则调整的，由上市公司与交易相对人开展，由独立财务顾问、律师事务所等证券服务机构充分介入，对证券二级市场投资者负有义务、产生影响的一类特殊的资产交易活动。一旦符合特定标准被划入这一范畴，有关交易及交易当事人就必须遵守一系列证券法²下的特殊规则。因此，讨论“重大资产重组”业务的虚假陈述问题，首先要明确其业务范围和规则适用。

《证券法》并未对上市公司重大资产重组业务进行规定。有关业务的核心规则是中国证监会颁布的《上市公司重大资产重组管理办法》（“《重组管理办法》”）。其第2条规定：“本办法适用于上市公司及其控股或者控制的公司在日常经营活动之外购买、出售资产或者通过其他方式进行资产交易达到规定的比例，导致上市公司的主营业务、资产、收入发生重大变化的资产交易行为（以下简称重大资产重组）。”因此，重大资产重组的法律本质是上市公司与特定交易相对方的资产交易活动。理论上其可以表现为上市公司购买或出售一块土地、重大设备、其他公司的股权等。其中所称的“其他方式进行资产交易”，由该办法第15条予以规定，包括“与他人新设企业，受托经营、租赁其他企业资产或者将经营性资产委托他人经营、租赁”等变相实现资产交易与控制的方式。

具体而言，《重组管理办法》按照不同标准，规定了三种需要适用该办法的重大资产重组业务类型。（下文详述）只要上市公司的经营活动触发相应标准，相关市场参与主体（上市公司、交易相对方、证券中介机构等）就要遵守《重组管理办法》及相关规则（例如深交所《深圳证券交易所上市公司自律监管指引第8号—重大资产重组》）的规定。

同时，《上市公司并购重组财务顾问业务管理办法》（“《财务顾问管理办法》”）对证券公司等中介机构开展上市公司财务顾问业务进行了详细规定。根据该办法第2条，有关业务包含“重大资产重组”。因此对证券公司等财务顾问而言，其要同时遵守《重组管理办法》与《财务顾问管理办法》的规定。就重大资产重组业务而言，《重组管理办法》规定的“独立财务顾问”，就是《财务顾问管理办法》所指的“财务顾问”。

在此情况下，我国证券监管体系中的“重大资产重组”可以分为以下三种类型：

（一）狭义的“重大资产重组”

《重组管理办法》第12条主要从财务指标出发，将上市公司及其控股或者控制的公司购买、出售资产，达到相应标准的交易定义为需要遵守该办法的重大资产重组业务。同时该办法第14条对如何计算这些指标做出了细化规定。此外，该办法第12条第2款规定：“购买、出售资产未达到前款规定标准，但中国证监会发现存在可能损害上市公司或者投资者合法权益的重大问题的，可以根据审慎监管原则，责令上市公司按照本办法的规定补充披露相关信息、暂停交易、聘请符合《证券法》规定的独立财务顾问或者其他证券服务机构补充核查并披露专业意见。”

由于《重组管理办法》还规定了未达到第12条有关财务标准也要适用该办法的其他交易类型，它们也属于广义的重大资产重组业务。因此实践中我们称本类仅由财务指标界定的交易为“狭义的重大资产重组”。其特点是不问交易方式与手段，上市公司可以使用现金、资产互换等各种方式实施交易；只要交易对上市公司的影响达到《重组管理办法》第12条规定的标准，即构成“重大资产重组”。这是“不问交易方式，只看影响”的业务类型。

² 本文区分“证券法”与“《证券法》”两个概念。前者指包括法律法规、监管规则、司法实践及通说法理在内的证券法律制度。

（二）重组上市/借壳上市

第二类重大资产重组是《重组管理办法》第 13 条所规定的“上市公司自控制权发生变更之日起 36 个月内，向收购人及其关联人购买资产”，并导致上市公司资产结构或主营业务发生根本变化的重大资产重组活动，即俗称的“借壳上市”。

有关交易在概念上属于前述狭义的“重大资产重组”的特殊情况。由于导致上市公司控制权变更及资产、业务的根本变化，这一交易实际上以一个新的上市公司替代了原有企业，在证券法上具有 IPO 的性质与意义。因此，长期以来监管机构按照 IPO 标准对有关业务进行监管，对各市场参与主体都适用更明确与严格的行为准则。例如 2013 年 11 月 30 日，中国证监会网站发布了《关于在借壳上市审核中严格执行首次公开发行股票上市标准的通知》：“2011 年 8 月，我会在修订《上市公司重大资产重组管理办法》（以下简称《重组办法》）时，提出借壳上市与首次公开发行股票上市标准趋同，并明确了相关资产要求。近期，我会针对市场反映比较强烈的壳资源炒作等问题，强化了对借壳上市的监管，**在审核中对借壳上市条件的把握由与 IPO 标准“趋同”向“等同”逐渐过渡，并按照《首次公开发行股票并上市管理办法》（证监会令第 32 号）的相关规定提高了借壳上市的条件。**”

因此，此类重大资产重组对证券市场的影响最大，在信息披露、中介机构尽职调查、持续督导等各方面都具有特殊性。

（三）“发行股份购买资产”

第三类具有特殊性的“重大资产重组”交易为《重组管理办法》第五章专门规定的“发行股份购买资产”。有关交易是上市公司通过向特定对象（可以是上市公司控股股东等关联方，也可以是其他特定交易对象）发行自己新股的方式换取资产。其特点是强调上市公司购买资产的手段，即一种非公开发行新股的方式，而不问有关交易对上市公司资产结构的影响。因此，只要涉及上市公司发行股份购买资产，即使未达到《重组管理办法》第 12 条的财务标准，也属于广义的重大资产重组活动，适用《重组管理办法》与《财务顾问管理办法》的有关规定。同时，《重组管理办法》第 43 条第 3 款规定：“特定对象以现金或者资产认购上市公司发行的股份后，上市公司用同一次发行所募集的资金向该特定对象购买资产的，视同上市公司发行股份购买资产。”

“发行股份购买资产”还有别于一般的上市公司非公开发行股份行为。通过该制度和监管路径发行的股份，只能用于购买特定对象的资产，不能用于募集资金，不具有典型的股票“承销与保荐”等业务活动。因此，虽然都是上市公司非公开发行股份活动，“发行股份购买资产”并不直接适用上市公司再融资的有关规定，其核心中介机构仍为《重组管理办法》中的“独立财务顾问”而非《证券发行上市保荐业务管理办法》中的承销商或保荐人。实践中，虽然中国证监会明确要求担任发行股份购买资产的独立财务顾问必须有保荐机构资格，但是在监管规则适用方面并不会将两者混淆。

二、上市公司重大资产重组涉及的信息披露法律关系

作为一种受证券法调整的特殊交易活动，重大资产重组中的信息披露法律关系大体可以分为三类。第一是上市公司与其交易相对方“面对面”的信息披露与交流，这并非公开市场活动，通常不涉及证券法相关制度规则，但亦有例外。第二是上市公司与交易相对方对二级市场不特定投资者的信息披露义务，来源于《证券法》对上市公司信息披露的明确要求。第三是根据重大资产重组监管规则建立的，有关证券服务机构以“看门人”身份，对二级市场不特定投资者出具专业意见的信息披露行为。明确有关信息披露法律关系的性质和权利基础，对准确认定相应信息披露责任非常重要。

（一）上市公司与其交易相对方的信息披露与交流

如前所述，重大资产重组是上市公司与特定交易相对方进行的资产交易活动。有关交易可能不涉及证券投资行为（例如上市公司以现金和其他资产购买资产）。而且，相比于二级市场投资者，交易相对方直接与上市公司沟通并交易，不仅不需要依赖上市公司的公开信息披露进行商业决策，而且可以基于其“面对面”的便利条件，在法定披露信息之外取得更多的商业信息。实践中，大量重大资产重组是在关联方进行的，上市公司还需做出有关关联交易的披露。

因此，虽然上市公司与交易相对方之间也存在广义的信息披露和虚假陈述行为，但是其主要法律基础是《民法典》第7条的“诚信原则”。即无论是上市公司还是交易相对方，在交易中的积极陈述应当真实、准确，做出的承诺应当恪守。但是，这不是一种《证券法》下的信息披露行为，在法定信息披露义务之外，上市公司通常不需要主动向交易相对方披露自己的商业信息（即使有关信息对其商业判断非常重要）。总体而言，两者间是合同法律关系；同时法理通说认为“欺诈”是一种侵权行为，当事人可能同时享有合同违约与侵权损害请求权。

但是，有关交易在某些情况下会与证券法产生交集。例如除非另有约定，交易相对方应当可以信赖上市公司公开披露信息的真实、准确、完整。因此如果原告有证据证明相关信息是其商业决策的考虑因素，即使没有被写入两方的交易合同中，其也可以在虚假陈述被揭露后，主张上市公司欺诈或违约。此外，如果上市公司采用发行股份的方式购买资产，那么虚假陈述被揭露导致的股票价值贬损，也是交易相对方可以主张的损失。此时，法院可能可以直接套用证券虚假陈述的损失计算规则。³但是，无论如何有关问题是不是典型的证券虚假陈述纠纷，原告的请求权基础不来源于《证券法》。

（二）上市公司与其交易相对方对二级市场投资者的信息披露义务

本项义务是法定的，要求上市公司及交易相对方向与重大资产重组交易没有直接关系的二级市场不特定投资者披露交易信息的义务。

《证券法》第80条规定：“发生可能对上市公司、股票在国务院批准的其他全国性证券交易场所交易的公司的股票交易价格产生较大影响的重大事件，投资者尚未得知时，公司应当立即将有关该重大事件的情况向国务院证券监督管理机构和证券交易场所报送临时报告，并予公告，说明事件的起因、目前的状态和可能产生的法律后果。前款所称重大事件包括：……公司的重大投资行为，公司在一年内购买、出售重大资产超过公司资产总额百分之三十……”

以此为基础，《重组管理办法》第39条规定：“上市公司筹划、实施重大资产重组，相关信息披露义务人应当公平地向所有投资者披露可能对上市公司股票交易价格产生较大影响的相关信息（以下简称股价敏感信息），不得有选择性地向特定对象提前泄露。”

因此，由于重大资产重组会对上市公司股票交易价格产生影响，进而影响（潜在的）二级市场投资者利益，基于《证券法》的明确规定，上市公司及其他信息披露义务人需要向二级市场公开披露重大资产重组的情况。此外，《重组管理办法》第21条规定“上市公司进行重大资产重组，应当由董事会依法作出决议，并提交股东大会批准。”所以公开信息披露也是二级市场股民作为现有上市公司股东投票批准重大资产重组活动的前提和基础。

披露的主要内容，由《重组管理办法》第11条、第19条、第33条等规则具体规定。总体而言，

³ 参见广东高院（2019）粤民终2080号“保千里”案。但是该案是“非公开发行股份”中的特定投资者与上市公司的虚假陈述纠纷，与本案讨论问题不完全相同。

有关披露事项是指向“重大资产重组项目”的，强调向公众披露有关交易情况及对上市公司产生的影响，是指向“未来”的。如办法第 19 条规定：“上市公司应当在重大资产重组报告书的管理层讨论与分析部分，就本次交易对上市公司的持续经营能力、未来发展前景、当年每股收益等财务指标和非财务指标的影响进行详细分析。”这与上市公司年报、半年报等日常信息披露主要介绍上市公司“过去”的经营运作情况有所区别。此外，这一披露逻辑导致与日常信息披露不同，“盈利预测”是重大资产重组信息披露的重点，并常因此引发监管处罚与民事赔偿。

（三）证券服务机构对交易进行核查、督导，并向二级市场出具专业意见的“看门人”义务

《证券法》未对上市公司重大资产重组活动进行规定，因此也没有关于中介机构职责的明确要求。不过《重组管理办法》与《财务顾问管理办法》就此做了详细安排，要求相关主体以“证券服务机构”的身份向二级市场出具专业意见，适用《证券法》第 163 条（证券服务机构虚假陈述连带责任）等法律规定。

《重组管理办法》第 17 条规定：“上市公司应当聘请独立财务顾问、律师事务所以及具有相关证券业务资格的会计师事务所等**证券服务机构**就重大资产重组出具意见。”同时，根据该办法第 22 条，有关独立财务顾问报告、法律意见书以及重组涉及的审计报告、资产评估报告等专业意见也是上市公司股东大会审议表决重组交易的前提和基础。

以扮演核心角色的独立财务顾问为例，其主要职责包括在交易实施前的尽职调查，以及交易实施后的持续督导等。

首先，独立财务顾问需要在重组项目公告前对其进行尽职调查，并在上市公司公告同时公开出具专业意见。有关意见不是为上市公司或交易相对方决策重大资产重组交易服务的，而是帮助“站在交易之外”的监管机构和二级市场投资者了解交易真实情况、履行监管职责或者做出投资决策。因此正如《财务顾问管理办法》第 19 条第 4 项所述，独立财务顾问要“在对上市公司并购重组活动及申报文件的真实性、准确性、完整性进行充分核查和验证的基础上，依据中国证监会的规定和监管要求，**客观、公正地发表专业意见**”，这也是其“独立”的含义所在。

《财务顾问管理办法》第 24 条规定了财务顾问尽职调查时应当重点关注的问题，其中第三、四项是针对上市公司重大资产重组以及发行股份购买资产的。总体而言，有关事项仍然是针对“交易”，是对重组项目的专业评价而非上市公司本身的“体检”。例如就重大资产重组业务，“财务顾问应当关注重组目的、重组方案、交易定价的公允性、资产权属的清晰性、资产的完整性、重组后上市公司是否具备持续经营能力和持续盈利能力、盈利预测的可实现性、公司经营独立性、重组方是否存在利用资产重组侵害上市公司利益的问题等事项。”此外，《重组管理办法》第 17 条第 2 款、第 32 条第 2 款、第 36 条、第 49 条等规则对独立财务顾问需要履行的部分专业职责进行了详细规定。

其次，独立财务顾问还需要在重大资产重组事项完成后，对项目的运行和落实情况进行持续督导并对外披露，以确定有关交易确如之前公告的那样得以实现，符合二级市场投资者对上市公司开展有关交易的预期。

独立财务顾问的持续督导职责主要由《财务顾问管理办法》第 31 条和《重组管理办法》第 38 条加以规定。其中，后者更清晰的体现了持续督导工作的目的与对象，要求独立财务顾问就“（一）交易资产的交付或者过户情况；（二）交易各方当事人承诺的履行情况；（三）已公告的盈利预测或者利润预测的实现情况；（四）管理层讨论与分析部分提及的各项业务的发展现状；（五）公司治理结构与运行情况；（六）与已公布的重组方案存在差异的其他事项”出具督导意见。

可以看出持续督导也是对“项目”而非上市公司本身的督导，这与 IPO 保荐人的持续督导职责有所不同。但是，如前所述“重大资产重组”的情形是非常复杂的。当资产重组实际构成“借壳上市”，重组项目暨持续督导的对象就是重组后的新上市公司时，独立财务顾问与 IPO 保荐人的职责边界就很模糊了。正因如此，《重组管理办法》第 37 条规定“持续督导的期限自本次重大资产重组实施完毕之日起，应当不少于一个会计年度”，但是实施前文所述“借壳上市”交易的，持续督导期应当不少于三个会计年度，与 IPO 大体相同。

三、上市公司与交易相对方的虚假陈述责任

《证券法》第 85 条第一分句规定：“信息披露义务人未按照规定披露信息，或者公告的证券发行文件、定期报告、临时报告及其他信息披露资料存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，致使投资者在证券交易中遭受损失的，信息披露义务人应当承担赔偿责任”。

依据前文所述《证券法》第 80 条与《重组管理办法》第 39 条，上市公司有义务向二级市场公开披露重大资产重组交易的信息，其是《证券法》下典型的信息披露义务人。同时，根据监管规则与实践，交易相对方也是《证券法》第 78 条规定的“其他信息披露义务人”，需要承担虚假陈述赔偿责任。此外，上市公司可能对交易相对方实施“面对面”的虚假陈述，构成合同违约与一般侵权，并会在损失认定等方面与证券法的虚假陈述规则产生交叉。具体而言：

（一）上市公司与交易相对方都是“信息披露义务人”，对二级市场投资者承担虚假陈述赔偿责任

首先，上市公司作为信息披露义务人，根据《证券法》第 85 条与新《虚假陈述司法解释》对二级市场投资者承担典型的股票虚假陈述赔偿责任。在我国，这一责任是严格侵权责任，不问过错，且会要求无法证明自己没有过错的上市公司控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员和其他直接责任人员承担连带责任。

其次，《证券法》没有对重大资产重组业务或交易相对方进行规定。但是《重组管理办法》第 26 条第 2 款规定，“重大资产重组的交易对方应当公开承诺，将及时向上市公司提供本次重组相关信息，并保证所提供的信息真实、准确、完整，如因提供的信息存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，给上市公司或者投资者造成损失的，将依法承担赔偿责任。”因此，虽然没有向二级市场公开披露信息的一般义务和渠道，但是在重大资产重组中，交易相对方需要通过上市公司对外披露“本次重组相关信息”并对此负责，构成《证券法》上的“其他信息披露义务人”。《重组管理办法》第 55 条第 3 款也规定了其与上市公司类似的虚假陈述行政责任。

同时，新《虚假陈述若干规定》新增第 21 条“公司重大资产重组的交易对方所提供的信息不符合真实、准确、完整的要求，导致公司披露的相关信息存在虚假陈述，原告起诉请求判令该交易对方与发行人等责任主体赔偿由此导致的损失的，人民法院应当予以支持”，进一步明确了交易相对方的虚假陈述赔偿责任。

最后，因交易相对方导致上市公司虚假陈述时，两者应对二级市场投资者共同承担连带赔偿责任。就此，法律法规未予规定。但是交易相对方提供给上市公司错误信息，导致后者对外披露的信息存在虚假陈述，属于两个信息披露义务人共同实施虚假陈述行为，造成二级市场投资者损失，根据《民法典》第 1168 条的规定，需要对外承担连带责任。在为数不多的司法实践中，（2020）沪民终 666 号案也认为双方对外承担连带责任：“证监会的行政处罚决定书中已认定 xxx 公司（交易相对方）为其他信息披露义务人，鉴于 xxx 公司提供的盈利预测和营业收入信息存在误导性陈述、虚假记载，故 xxx 公司作为

信息披露义务人理应承担其虚假陈述行为向投资者承担连带赔偿责任。”

（二）上市公司对交易相对方的虚假陈述责任

正如《重组管理办法》第 16 条规定，“上市公司与交易对方就重大资产重组事宜进行初步磋商时，应当立即采取必要且充分的保密措施，制定严格有效的保密制度，限定相关敏感信息的知悉范围”，两者间的重大资产重组交易是“面对面”的商事交易，当事人并不基于证券市场公开披露信息做出决策。

“面对面”交易并不妨碍上市公司对交易相对方进行欺诈或披露不实信息，由此构成对交易合同的违反以及一般侵权行为，交易相对方可以据此主张违约或侵权损害赔偿。但是，“面对面”的交易场景使得有关争议与典型的证券市场虚假陈述纠纷显著不同。此时，“投资者不仅信赖上市公司披露的信息进行交易，还会通过实地调研等方式对投资可行性进行分析，同时由于投资门槛高、期限长，投资者均为专业投资者，应负有更高的注意义务⁴”，因此应由原告举证证明上市公司的虚假陈述与其损失间存在“交易的因果关系”。同时，如前所述交易相对方并不依据独立财务顾问等证券服务机构出具并公开披露的专业意见进行商业决策，其不得向后者主张虚假陈述赔偿。

最后，如果上市公司采取发行股票购买资产的方式进行重大资产重组，则交易相对方实际投资了上市公司股票。因此有关虚假陈述损失等技术性问题，可以参照适用《虚假陈述若干规定》。例如在最高法院评选的 2020 年度全国法院十大商事案例“保千里案”中⁵，广东高院即认为：“虽然案涉交易并非《证券虚假陈述若干规定》的适用范围，但《证券虚假陈述若干规定》中有关虚假陈述实施日、揭露日、基准日以及损失的计算方式均属于技术性问题，其确定标准具有客观性，与证券虚假陈述侵害对象没有关联性，在其他证券虚假陈述侵权纠纷中亦可以参照适用。”

四、独立财务顾问等证券服务机构的虚假陈述责任

总体而言，独立财务顾问等证券服务机构依据《证券法》第 163 条的规定对重大资产重组业务中的虚假陈述行为承担责任。原则上，有关证券服务机构的工作对象应指向重大资产重组项目，不是为上市公司自身的信息披露行为背书。但是，由于项目本身的复杂性，以及相关监管规则存在模糊地带，在现有裁判规则与司法实践远未成熟的情况下，有关证券服务机构的职责边界、履职标准与法律风险仍具有相当的不确定性。

（一）有关责任是《证券法》第 163 条规定的证券服务机构虚假陈述责任

证券公司等中介机构因参与上市公司重大资产重组而承担虚假陈述赔偿责任的法律风险是客观且现实的。根据《证券法》第 163 条，结合中国证监会的理解，包括持续督导报告在内的中介机构意见都属于证券服务机构出具的专业意见，可能引发相关机构的虚假陈述连带赔偿责任。

一方面，《重组管理办法》第 17 条规定：“上市公司应当聘请独立财务顾问、律师事务所以及具有相关证券业务资格的会计师事务所等**证券服务机构**就重大资产重组出具意见。”因此监管与司法实践都将有关中介机构定位为《证券法》上的“证券服务机构”。在 2022 年 2 月最新做出的（2021）鲁 01 民初 1274 号判决中，济南中院认定“上市公司是信息披露的当然义务人，也是披露基础信息的提供者，某会计师、某证券公司系依据上市公司提供的基础信息发表意见，对该基础信息予以核查、验证、确认等。对投资者因证券虚假陈述行为造成的损失，上市公司承担严格责任，某会计师、某证券公司未勤勉

⁴ 参见（2019）粤民终 2080 号判决。该案为上市公司非公开发行股份引发的与交易相对方的虚假陈述纠纷。但是就上市公司“面对面”交易的法律适用而言，非公开发行股份与涉及发行股票购买资产的重大资产重组交易具有相当的可比性。

⁵ 同上。

尽责、恪尽职守，其中某会计师存在获取审计证据不完整、执行审计程序不到位情况，某证券公司存在未进行必要审慎核查情况，均存在过失，应根据其过错承担相应的连带赔偿责任。”在另一（2021）辽民终 466 号案中，独立财务顾问更是与上市公司承担了全额连带责任。

另一方面，关于持续督导期间有关专业意见的法律性质问题，中国证监会在行政处罚决定书（2019）70 号中表示：“《证券法》第一百七十三条（即现行《证券法》第 163 条）规定……该条规定属于不完全列举，列举事项虽未包括持续督导意见、持续督导的专项核查意见等文件，但是，只要和列举文件具有相同性质的文件，均应当包括在内。持续督导属于证券服务机构从事保荐、财务顾问业务的法定职责，当然属于证券业务活动范畴，在从事前述业务过程中制作、出具的文件，也属于《证券法》第一百七十三条所规定的文件范围内。”

（二）证券服务机构是对重大资产重组项目进行核查并持续发表专业意见，其责任范围应与项目相关

系统梳理与证券服务机构有关的监管规定，可以看到其主要职责还是对重大资产重组项目进行核查并持续发表专业意见（详见前文第二部分第（三）节）。这不仅是《财务顾问管理办法》与《重组管理办法》的基本思路，也是更具体的交易所自律准则的安排。例如在最新的《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 56 号——北京证券交易所上市公司重大资产重组》第 30 条中，北交所要求独立财务顾问报告说明的事项，全部指向“本次交易”及当事人对交易的安排。

但是，需要注意由于重大资产重组交易的情况千差万别，实践中证券服务机构需要尽调与核查的范围也非常个性化。最复杂情况即对于重组上市/借壳上市而言，交易标的是未来的新上市公司，有关中介机构的核查范围可能要涵盖现有上市公司、交易标的资产，并对重组上市后的新上市公司进行类似 IPO 保荐人的持续督导。例如，在行政处罚决定书（2019）52 号中，中国证监会认定独立财务顾问应当对上市公司情况进行审慎核查，包括核查上市公司的银行存款情况、营业收入和应收账款情况等。在（2020）沪民终 666 号案中，上海高院强调了独立财务顾问对交易相对方的核查义务，认定交易相对方的评估值存在严重虚增情形，独立财务顾问对此未尽审核义务，在 25% 的范围内与上市公司承担连带赔偿责任。在（2021）鲁 01 民初 1274 号案中，济南中院认定独立财务顾问在持续督导期间，未对重组后的上市公司重大工程项目进展以及虚增销售收入问题进行充分核查，未尽督导义务。因此，从覆盖范围上看，重组上市独立财务顾问的工作可能比 IPO 保荐机构还要复杂。

（三）证券服务机构参与重大资产重组的不确定风险：难以避免对上市公司背书

虽然如本文反复强调，相关制度设计初衷是证券服务机构为二级市场投资者利益，对重大资产重组项目进行核查并督导交易当事人落实交易安排。但是，有关虚假陈述纠纷仍处于非常前沿领域，法律共识远未形成；且相关监管规则存在一定模糊地带，给准确认定证券服务机构注意义务及责任范围带来了不确定性。主要问题包括：

第一，独立财务顾问不仅独立出具专业意见，还有义务对上市公司信息披露文件的真实、准确、完整性进行充分核查和验证。《财务顾问管理办法》第 26 条规定：“财务顾问应当在充分尽职调查和内部核查的基础上，按照中国证监会的相关规定，对并购重组事项出具财务顾问专业意见，并作出以下承诺：（三）有充分理由确信委托人委托财务顾问出具意见的并购重组方案符合法律、法规和中国证监会及证券交易所的相关规定，所披露的信息真实、准确、完整，不存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏”。这一要求指向上市公司公告的重组方案，而非独立财务顾问自己的专业意见。而前者往往包含一定程度的、重组交易之外的上市公司基本情况（如此前的财务数据等）。而且，根据《财务顾问管理办法》第 19 条的规定，独立财务顾问还要“指导委托人按照上市公司并购重组的相关规定制作申报文

件”。这使得相比债券承销机构，独立财务顾问更直接地介入上市公司有关信息披露活动，潜在的法律风险更高。

第二，个别监管规则针对上市公司的公司治理问题，不指向项目而是上市公司本身，导致独立财务顾问的工作范围模糊。基于种种考虑，《财务顾问管理办法》第31条规定，财务顾问的持续督导职责包括“督促上市公司按照《上市公司治理准则》的要求规范运作”；《重组管理办法》第38条也规定持续督导意见应包括“公司治理结构与运行情况”。有关要求在重组上市交易中当然必要，但是如果上市公司仅仅是开展了针对特定资产的交易（例如购买了一个全资子公司），要求独立财务顾问因此对上市公司的公司治理情况进行督导就缺乏必要与合理性。

而且，长期实践表明我国上市公司的公司治理本身就是一个边界模糊且问题较多的领域。例如上市公司未经股东会、董事会决议违规对外提供担保，或者违规开展关联交易、实际控制人非经营性占用资金，侵害上市公司利益等问题，可谓层出不穷。这些问题，在概念上都可归咎于公司治理存在缺陷。如果要求参与具体资产重组项目的独立财务顾问对上市公司的公司治理情况背书，可能引发难以预计的虚假陈述风险。就此，我国理论与司法实践领域还没有清晰认识，更谈不上共识与标准。

第三，独立财务顾问可以在什么程度上信赖上市公司与交易相对方的披露信息做出专业判断？独立财务顾问出具专业意见，除对交易安排、交易标的现状的介绍外，很大一部分内容是对交易未来的发展及对上市公司的影响进行判断。这也是为什么“盈利预测”是重大资产重组监管规则专门规定的事项和许多虚假陈述纠纷的争议焦点。但是，对未来的预测必须基于现实与过去。如果上市公司与交易相对方提供的，独立财务顾问据以做出专业判断的基础信息（典型代表即相关主体的财务数据）存在虚假陈述，必然导致有关专业意见不准确。此时独立财务顾问是否以及如何承担责任？

一方面，独立财务顾问的专业判断一定有合理基础与前提，例如不可能要求其因为一项重大资产重组项目，重复上市公司年度审计机构的工作。因此，《重组管理办法》第38条规定“独立财务顾问应当结合上市公司重大资产重组当年和实施完毕后的第一个会计年度的年报”出具持续督导意见，《财务顾问业务管理办法》第31条也规定其是“结合上市公司定期报告，核查并购重组是否按计划实施、是否达到预期目标”。“结合”一词表达了合理信赖的含义。

另一方面，除上述规定外，监管规则缺乏有关尽职调查阶段（尤其是重大资产重组公告前）独立财务顾问核查边界的规定。相反，《重组管理办法》第17条规定：“证券服务机构在其出具的意见中采用其他证券服务机构或者人员的专业意见的，**仍然应当进行尽职调查**”。这已经高于一般证券中介机构的工作标准，实践中如何把握存在较大的不确定性。

第四，“发行股份购买资产”也是新股份发行活动，是否属于保荐业务？如本文第一部分第（三）节所述，“发行股份购买资产”本质上是一种上市公司发行新股行为。但是截止目前，证券监管系统的规范适用与行政监管措施，并未将其与非公开发行股份的保荐制度相混淆。如果这一情况有所变化，担任独立财务顾问的证券公司的履职压力与法律风险将进一步提升。

就此，本文认为现有监管实践是正确的，“发行股份购买资产”的独立财务顾问不应承担保荐职责。因为《证券法》仅就公开发行股份的保荐制度做了要求，非公开发行股份不受影响。监管规则层面，《证券发行上市保荐业务管理办法》第2条规定其适用于“依法采取承销方式的”各类证券发行活动⁶。但是“发行股份购买资产”恰恰没有证券公司参与的“承销”活动，上市公司是在确定交易相对方

⁶ 中国证监会《上市公司证券发行管理办法》也规定了保荐人制度，但是其第49条规定：“上市公司发行证券，应当由证券公司承销”，因此调整的对象也是需要“承销”的证券发行活动。

的情况下，以发行新股作为购买资产的对价进行交易，并不存在中国证监会《证券发行与承销管理办法》所规定的复杂的“定价与配售”过程。

实践中，虽然中国证监会明确要求担任发行股份购买资产的独立财务顾问必须有保荐机构资格，但是本文认为这种要求主要缘于《财务顾问管理办法》规定的“财务顾问”不限于证券公司。如果不额外设定门槛，可能出现非证券公司担任“发行股份购买资产”独立财务顾问的情况，从专业能力与监管便利角度确实有风险。但是，这种资格限制与开展业务的法律性质是两回事。就像全国律协组织的羽毛球比赛可能只允许执业律师参加，但是这并不意味着相关比赛是一个法律专业活动。

五、重大资产重组中“募集配套资金”的虚假陈述问题

实践中，上市公司经常在重大资产重组的同时“募集配套资金”。从虚假陈述角度理解，有关业务是独立的上市公司发行股票活动，适用证券承销与保荐规则，与重大资产重组的法律性质与法律适用都不相同。

《重组管理办法》第44条规定：“上市公司发行股份购买资产的，可以同时募集部分配套资金，其定价方式按照现行相关规定办理。”就此，2017年2月中国证监会官网发布的“中国证监会新闻发言人邓舸就并购重组定价等相关事项答记者问”专门指出：“上市公司并购重组总体按照《上市公司重大资产重组管理办法》等并购重组相关法规执行，**但涉及配套融资部分按照《上市公司证券发行管理办法》、《上市公司非公开发行股票实施细则》等有关规定执行。**”因此，“募集配套资金”是一个独立的证券发行活动，适用有关承销保荐的法律法规。其中证券公司是以保荐机构和承销机构的身份履行职责，承担责任，其虚假陈述责任的法律基础是《证券法》第85条而非第163条。

就其虚假陈述责任，相比重大资产重组中的独立财务顾问，参与募集配套资金的证券公司是将上市公司的股票承销给投资者，因此其中介机构职责应当指向上市公司而不仅是重大资产重组项目。同时，交易相对方（投资者）也是基于对证券公司等中介机构的信赖做出的投资决策。因此与前文所述交易相对方不可起诉独立财务顾问的情况相反，募集配套资金的投资者完全有权利要求承销保荐机构基于《证券法》第85条承担连带赔偿责任。

在此情况下，本文认为实践中证券公司多在募集配套资金的“上市保荐书”中以“独立财务顾问（主承销商）”的身份自居，是容易引起混淆的。尤其是当有关独立财务顾问与承销保荐的监管要求不一致时，就募集配套资金部分，应当适用承销与保荐的工作要求，不能以独立财务顾问的工作替代保荐机构履职。

特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被视为任何意义上的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所以下人员联系：

刘冬

电话： +86 10 8525 5519

Email: eric.liu@hankunlaw.com